

## آليات ودور صنّاع السوق في سوق العراق للأوراق المالية

نموذج مقترح

### The Role & Mechanism of Market Makers in Iraqi Stock Market

"Proposal Frame"

أ. د. نغم حسين نعمة  
الخبير طه احمد عبد السلام  
جامعة النهدين/كلية اقتصاديات الاعمال  
المدير التنفيذي لسوق العراق للأوراق المالية

#### المستخلص

تهدف هذه الورقة البحثية إلى بيان أهمية ودور آليات عمل صنّاع السوق و دوره في الأسواق المالية العربية والدولية، والتي تؤكد أهميتها لهذه السوق في الوقت الحاضر لتنشيط التعامل بالأسهم والسندات وخلق توازن الأسعار بشكل متواصل، والتخفيف من تذبذبها بين الارتفاع والانخفاض دون مبررات حقيقية، وتقليل تأثير القرار الجماعي المندفَع دون معلومات، وتهدف أيضاً إلى بيان آلية زيادة السيولة والاستقرار وقيادة السوق في الاتجاه الصحيح، ولنجاح هذه الاهداف يقتضي شروطاً تتوافر في صنّاع السوق وضوابط ومتطلبات ينبغي على سوق الأوراق المالية وهيأة الأوراق المالية توفيرها وتشريعها.

#### Abstract

This researchable paper aims to focus of the role & mechanism of market makers in Iraqi stock market through analyzing its role in other Arabian as well as global stock ones, especially in current period through activate the use of bonds, shares, and trying to create a continued price balance. Then decreasing the opportunity having gaps between highest and lowest level without reasonable causes. In addition trying to deactivate the common decision without supported information. Moreover, this paper aims to explain the rules of increasing liquidity and having balance to lead the market into positive direction. Thus, for achieving the above-mentioned requirements, such conditions should be underlined by market makers as well as the institute of stock market that has the ability to legislate then translate them into reality.

#### المقدمة:

تمثل أسواق الأوراق المالية الكفؤة والناشئة و آلياتها في التعامل ونقل الملكية مصدراً حيوياً في تحريك الموارد المالية لقطاع الاعمال والحكومات من فئات الفائض إلى فئات الاستثمار، و أداة تساعد على حُسن تخصيص الموارد في الاقتصاد، وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر كبير من الكفاءة الاقتصادية، وتأتي أهميتها أيضاً كونها من القطاعات الأكثر تأثراً بالأزمات المالية، لاسيما في الاسواق الناشئة جراء شدة المضاربات وضعف المعلومات والتلاعب بأسعار الأوراق المالية، وأهم القنوات الناقلة لتأثيراتها، مما يزيد من احتمالات تذبذب الأسعار بين الانخفاض والارتفاع دون مبررات حقيقية، وغياب السعر العادل، واختلال العلاقة بين أسعار أسهم الشركات ومستوى أدائها. من هنا نشأت أهمية ودور آليات نشاط صنّاع السوق الذي يُمكنها من الاقتراب دائماً من حالة التوازن بين العرض والطلب، وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة وكفاءة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً ويؤدي إلى استقرارها على المدى المتوسط والبعيد واقترابها من القيمة العادلة، فضلاً عن ضمان استمرار التعامل دون أخفاق وفقاً للآليات السائدة. وتثير التذبذبات التي تحدث في أسواق الأوراق المالية استهجمات كثيرة عن تأثير عدم وجود صنّاع للسوق في تلك الأسواق. فالكثير من التداولات في أسواق رأس المال العربية تركز في مضارباتها على أسهم محدودة للغاية تمتاز بانخفاض العائد وارتفاع المخاطرة بمعدل دوران مرتفع، في ظل سيطرة المضاربات على أداء معظم الأسواق العربية. ومن هنا فإن الحاجة باتت ملحة لوجود صنّاع للسوق كجزء من الخدمات التي تقدم للمستثمرين ومن شروط السوق المالية الكفؤة، وهو ما يجب أن تستشعره هيئات الأوراق المالية، وأن تسرع في سن القوانين ووضع الأنظمة له حتى يصبح جزءاً من الآليات السائدة في التعامل.

**مشكلة البحث:** تتجسد مشكلة البحث في غياب مفهوم ودور صناعات السوق وغياب آليات نشاطه وتحديد كيفية الاستفادة من النماذج العالمية لصناعة السوق في معظم الاسواق المالية العربية واقتراح حلول ناجعة لتطبيق آليات نشاط صناعات السوق في سوق العراق للأوراق المالية.

**أهمية البحث:** عندما يكون التذبذب في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق ارتفاعاً أو انخفاضاً بنسب كبيرة اعتماداً على ضعف أو حجب المعلومات التي تولد مضاربة غير مبررة، تصبح معها أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها. ويؤدي صناعات السوق دوراً مهماً في الاسواق المالية العالمية، حتى باتت من اركان المحافظة على استمرار حركة التداول وحماية آليات السوق ومصدر لكفاءتها.

**أهداف البحث:** يهدف هذا البحث إلى بلوغ الأهداف التالية:

- ١- بيان مدى حاجة أسواق الأوراق المالية لصناعات السوق وأسباب اللجوء إلى آليات صناعات السوق فيها.
  - ٢- توضيح دور وأهمية صناعات السوق في إيجاد حالات التوازن بين العرض والطلب وجذب السيولة الى أسواق الأوراق المالية.
  - ٣- استعراض التجارب العالمية الرائدة لصناعات الأسواق، والاستفادة من تجارب الاسواق المتقدمة كتطبيق في أسواق الأوراق المالية العربية.
  - ٤- بيان أهم عوامل ومتطلبات نجاح آليات صناعات السوق في سوق العراق للأوراق المالية. ومحاولة اقتراح نموذج لصناعات السوق في سوق العراق للأوراق المالية، لدعم آليات التداول وخلق فرص لأنشطة جديدة في التعامل.
- منهجية البحث:** اعتمد الباحثان في دراسة هذا الموضوع وإظهار أهميته ودوره على المنهج الوصفي التحليلي، والاستعانة ببعض البيانات المستمدة من مكتبة سوق العراق للأوراق المالية والتحليلات المنشورة على الشبكات الدولية، والمجلات والدراسات المتخصصة من أجل الإلمام بكل الجوانب الجوهرية للموضوع.
- هيكلية البحث:** تم تقسيم البحث الى اربعة محاور رئيسة من اجل تحديد المفهوم والتطبيقات والآليات والنموذج المقترح وعلى وفق الشكل الآتي:

- المحور الأول: مفهوم صناعات السوق وأهميته ودوره في نشاط أسواق الأوراق المالية.
  - المحور الثاني: النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق.
  - المحور الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية وآليات صناعات السوق.
  - المحور الرابع: عوامل ومتطلبات نجاح آليات صناعات السوق في أسواق الأوراق المالية العربية.
- المحور الأول- مفهوم صناعات السوق وأهميته ودوره في نشاط أسواق الأوراق المالية:** سنحاول في هذا المحور توضيح مفهوم صناعة السوق وأهميته ودوره في نشاط التداول في سوق الأوراق المالية: (هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠١٢: ٢).

#### ١- مفهوم صناعة وصناعات السوق:

١-١- **صناعة السوق:** هو النشاط الذي يعتمد بصفة أساسية على بناء محفظة استثمارية متنوعة بهدف التعامل بالأوراق المالية من خلال تقديم أسعار مستمرة لشراء وبيع للورقة مالية من اجل خلق التوازن سعري من خلال زيادة سيولة هذه الورقة المالية.

١-٢- **صانع السوق:** هو مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق الية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديرته المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صانعات السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب. ويكون صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية وسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحاظف مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالشراء في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها. وتكمن أهمية صناعات السوق في العمل على حفظ التوازن في السوق المالي وخاصة على أسهم الشركات القيادية التي لها تأثير مباشر على أسعار الاسهم الاخرى - ومن خلال

الأسمم الرئيسية التي يعمل عليها صناعات السوق - للارتفاعات أو الانخفاضات الشديدة مما يساعد على وجود توازن حقيقي وفعال لها. وينشأ غالبية صناعات السوق في الأسواق العالمية والإقليمية من خلال: (Easy-Forex, 2014:5).

- شركة مساهمة يساهم في رأسمالها شركات الوساطة والشركات المساهمة وبنوك الاستثمار المدرجة للتداول في السوق المالي، مع إمكانية استمرار دخول شركات مساهمة جديدة وشركات وبنوك استثمار حال تأسيسها وترخيصها لتلك الشركة.
  - أو تأسيس محافظ استثمارية وتعمل كصانع سوق لسهم أو لأسهم منتقاة وموافق عليها وكما هو سائد في الأسواق المالية العالمية (عياش، ٢٠٠٧: ٨).
- ٢- أسباب اللجوء الى صناعة السوق:

١-٢ ارتفاع درجة تقلبات (تذبذب) اسعار الاسهم: إذ أصبحت التقلبات السريعة في معظم اسواق الاوراق المالية الناشئة تتسم بالحدة والقوة وتمثل نسبة تتجاوز (60%) من حجم التعاملات التي يتم تنفيذها وفقاً لمعلومات غير واضحة وغير مبررة (اسماعيل، ٢٠١٢: ٢). ويوضح الجدول رقم (١) مؤشرات منتقاة لبعض الاسواق المالية العربية ودرجة التغيير في مؤشر الاسعار فيها.

جدول رقم (١) مؤشر الاسعار في اسواق الاوراق المالية العربية ودرجة تقلباتها في عام ٢٠١٦

| مؤشرات الاسعار المحلية (نقطة) | مؤشرات الاسعار المحلية (نقطة) |            | اعلى مستوى خلال العام | ادنى مستوى خلال العام | التغيير السنوي في مؤشر الاسعار % | معدل التقلب في مؤشر الاسعار % |
|-------------------------------|-------------------------------|------------|-----------------------|-----------------------|----------------------------------|-------------------------------|
|                               | نهاية ٢٠١٦                    | نهاية ٢٠١٥ |                       |                       |                                  |                               |
| ٢١٧٠,٣                        | ٢١٣٦,٣                        | ٢١٨٦,٤     | ٢٠٧٦,٨                | ١,٦                   | ٦,٣                              |                               |
| ٤٥٤٦,٤                        | ٤٣٠٧,٣                        | ٤٦٣٧,٢     | ٣٧٣١,٦                | ٥,٦                   | ١٤,٧                             |                               |
| ٣٥٣٠,٩                        | ٣١٥١,٠                        | ٣٧٤٠,٠     | ٢٦٠٠,٠                | ١٢,١                  | ٢٤,٣                             |                               |
| ١٢٢٠,٥                        | ١٢١٥,٩                        | ١٢٢٠,٠     | ١٠٩٠,٠                | ٠,٤                   | ٦,٥                              |                               |
| ٥٤٨٨,٨                        | ٥٠٤٢,٢                        | .....      | .....                 | ٨,٩                   | ٧,٠                              |                               |
| ٧٢١٠,٤                        | ٦٩١١,٨                        | ٧٢٧٩,٢     | ٥٣٢٧,٥                | ٤,٣                   | ٢٢,٤                             |                               |
| ١٦١٧,٥                        | ١٢٢٧,٩                        | .....      | .....                 | ٣١,٧                  | ٢,٩                              |                               |
| ٥٧٨٢,٧                        | ٥٤٠٦,٢                        | ٥٨٩٠,٠     | ٤٨٧٠,٠                | ٧,٠                   | ٩,٤                              |                               |
| ١٠٤٣٦,٨                       | ١٠٤٢٩,٤                       | ١٠٤٩٠,٠    | ٨٣٨٠,٠                | ٠,١                   | ١٦,٦                             |                               |
| ٥٣٠,٢                         | ٥٣٢,٧                         | .....      | .....                 | ٠,٥-                  | ٧,٠                              |                               |
| ٥٧٤٨,١                        | ٥٦١٥,١                        | ٥٧٨٠,٠     | ٤٩٠٠,٠                | ٢,٤                   | ٧,٩                              |                               |
| ١٢٣٣٤,٩                       | ٦٩٨١,٠                        | ١٢٤٢٠,٠    | ٨٥,٧                  | ٨٦,٥                  | ٧,٩                              |                               |
| ١١٦٤٤,٢                       | ٨٨٧٣,٧                        | .....      | .....                 | ٣١,٢                  | ٨,٥                              |                               |
| ٦٤٩,٤٨                        | ٧٣٠,٥٦                        | ٧٢٣,٩٨     | ٥٠٤,٤٦                | -١١,١٠                | .....                            |                               |
| ٢٤٥,٤                         | ١٩٧,١                         | ٢٤٥,٤      | ١٩٧,١                 | ٢٤,٥                  | ١٥,٠                             |                               |

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٧: ص ٤٠٩.

من الجدول رقم (١) يظهر لنا الآتي:

- ١- وفقاً للتصنيف العالمي فإن أسواق الأوراق المالية العربية، تصنف على انها أسواق ناشئة، رغم ان الشركات المدرجة في بعضها يتجاوز المائة شركة، ذلك ان معايير الافصاح وريانة المركز المالي للشركات المساهمة لا يكاد يتجاوز الـ (٦٠%) من عدد الشركات المدرجة، مما يجعل التذبذب في قيمة المؤشر تحيز بشكل متكرر نحو عدم توازن قوى العرض والطلب، خصوصاً مع تأثير العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية معاً.
- ٢- وجود تذبذب عالٍ في اسعار أسهم الشركات القائمة - التي تمتاز بوجود معدل دوران أسهم عالٍ - مما يجعل معها تحليل حركة المؤشر تتأثر بنتائج التداول وليس على اداء الشركة المالي وتأثيره على قيمة المؤشر.
- ٣- عدم وجود بيانات توضح العلاقة بين القيمة الحقيقية للسهم مقارنة مع عائده في التعامل.

٤- اعتماد حجم السيولة في أسواق الأوراق المالية العربية على حجم الانفاق الاستثماري الحكومي في الاقتصادات العربية، وهي تتأثر بالأزمات الاقتصادية التي تواجهها تلك الاقتصادات باعتمادها على مصدر أو اثنين في تحقيق الفائض أو تحقيقها للعجز بشكل مستمر نتيجة اعتمادها على التمويل الخارجي.

ولا ننكر ان هناك محاولات قوية للخروج من هذه المعادلات، إلا ان الاداء الذي يتمثل بقطاع الاعمال لا يزال يعتمد على حجم التبادلات الحكومية وحجم الموازنات الرسمية كمؤشر رئيس للاستثمار الوطني وعامل مهم في جذب الاستثمار الاجنبي (أونور، ٢٠١٦: ٨).

وفيما يتعلق بأسباب التغير السعري ودرجة التذبذب في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للأسعار والتي يوضحها الجدول رقم (٢) لعام ٢٠١٧، فهي على وفق الآتي:

جدول (٢) مؤشر الاسعار في سوق العراق للأوراق المالية لعام ٢٠١٧

| السوق                      | مؤشرات الاسعار المحلية (نقطة) |            | اعلى مستوى<br>خلال العام | ادنى مستوى<br>خلال العام | التغيير السنوي في<br>مؤشر الاسعار % | معدل التقلب في<br>مؤشر الاسعار % |
|----------------------------|-------------------------------|------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|
|                            | نهاية ٢٠١٦                    | نهاية ٢٠١٧ |                          |                          |                                     |                                  |
| سوق العراق للأوراق المالية | ٦٤٩,٤٨                        | ٥٨٠,٥٤     | ٧٣٦,٣٣                   | ٥٥١,٢٤                   | -١٠,٦                               |                                  |

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٧: ١٣

من الجدول رقم (٢) ومن تقارير سوق الاوراق المالية يمكن ايعاز اسباب انخفاض قيمة المؤشر وانخفاض اسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية ومعدل دوران الاسهم الى ضعف المركز المالي للشركات المساهمة، والتي تستجيب لحركة السياسة الاقتصادية في الاقتصاد العراقي من جهة، وحاجة هذا الاقتصاد الى بناء قدراته الارتكازية من جهة ثانية، وايضا وبشكل واضح الى حجم السيولة التي يحتاجها البناء الاقتصادي والاستثماري وبالتالي التعامل بالأوراق المالية.

وكان من اهم الاثار غير المتوازنة لزيادة رؤوس اموال الشركات المساهمة للفترة ٢٠١١-٢٠١٣، خصوصا في القطاع المصرفي الذي يشكل نسبة ٧٨% من حجم السوق العراقية الى اكثر من ثلاثة اضعاف، انخفاض واضح في اسعار الاسهم المتداولة وضعف في قدرة السوق الاولية - سوق الاكتتاب - في تلبية هذا الهدف، وفي ظل غياب دور لصناع السوق اصبحت اتجاهات التداول تتم وتعتمد على المضاربات خصوصا مع ضعف الاداء التشغيلي وغياب الاستخدامات الاقتصادية لزيادة رؤوس الاموال التي كان هدفها الاساسي التوازن مع العالم المصرفي الخارجي وفقدان التوازن في الاقتصاد الداخلي.

استمر انخفاض مؤشر السوق وانخفاض مؤشر المحفظة القطاعية لعامي ٢٠١٥ و ٢٠١٦ في ظل ازمت اضافية حجمت من اتجاهات السيولة المتخصصة للأوراق المالية في ظل ازمة انخفاض العوائد الحكومية جراء انخفاض اسعار النفط عالميا (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٧: ١٣).

٢-٢ ضعف الاستثمار المؤسسي في عمليات التداول: اشرت الورقة البحثية ضعف الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية، إذ لا تشكل عمليات المتاجرة بالأدوات المالية الذي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة إلا نسباً متدنية من مؤشرات التداول، وفي معظم الاحيان لا يتجه الاستثمار المؤسسي الى النتائج طويلة الأمد في التعاملات، ويكتفي بتحقيق اهدافه بالاستحواذ على نمط صناعي محدد ولفترة قصيرة الاجل.

غير ان أهمية الاستثمار المؤسسي في الأسواق المالية تتحدد من مزاياه واختلافاته عن الاستثمار الفردي، ومساهمته في صناعة سوق الأوراق المالية التي تساهم في تحقيق العمق والاتساع لسوق الأوراق المالية مع إسبابها صفة الاستثمارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبة، وتقل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية، وتقي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الاختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهذا ما حصل في الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ بالتدخل لشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية، إلا انه للأسف جاء من مؤسسات حكومية ولم يأتي من مؤسسات قطاع الاعمال، لكنه ساهم في تقليل الانخفاضات الحادة في تلك الأسواق (الإمام، ٢٠٠٩: ١٥٥-١٥٦). وبالمقابل، تتميز استثمارات الأفراد في أسواق المال بالسخونة العالية، أي سرعة الدخول والخروج من أجل تحقيق مكاسب سريعة، مع تركيزها على أسهم الشركات المنخفضة القيمة، لسهولة المضاربة على أسهمها من دون الالتفات

إلى مؤشرات أدائها وربحياتها، وبالتالي تحصل مغالاة في أسعار أسهم معظم الشركات المعرضة للمضاربة (الدباس، ٢٠١٣: ٢). ويوضح الجدول رقم (٣) طبيعة المتداولين في بعض أسواق الأوراق المالية العربية سنة ٢٠١٦.

جدول رقم (٣) حصص المتداولين من التعاملات في أسواق المال العربية في سنة ٢٠١٦

| نسبة تعاملات الاجانب من التداول % | التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر % |       | السوق                       |
|-----------------------------------|----------------------------------|-------|-----------------------------|
|                                   | مؤسسات                           | افراد |                             |
| ١٥,٦                              | ٢٧,٨                             | ٧٢,٣  | سوق ابو ظبي للأوراق المالية |
| ٤٦,٠                              | ٢٣,٥                             | ٧٦,٥  | سوق دبي المالي              |
| ٦١,١                              | ٧٢,٧                             | ٢٧,٣  | بورصة البحرين               |
| ٣,٢                               | ٥,٣                              | ٩٤,٧  | السوق المالية السعودية      |
| ٢٠,٤                              | ٦٣,٥                             | ٣٦,٥  | سوق مسقط للأوراق المالية    |
| ٢٨,٦                              | ٥١,٦                             | ٤٨,٤  | بورصة قطر                   |
| ٩,٤                               | ٥١,٧                             | ٤٨,٣  | سوق الكويت للأوراق المالية  |
| ٢١,٠                              | ٥٠,٠                             | ٥٠,٠  | البورصة المصرية             |

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الامارات العربية المتحدة، ٢٠١٧، ص: ٤١٠.  
فنسبة المتداولين المؤسسيين تجاوزت (٥٠%) و (٧٢,٧%) على التوالي في بورصة البحرين، وسوق مسقط (٦٣,٥%)، وبورصة قطر (٥١,٦%)، وسوق الكويت للأوراق المالية (٥١,٧%)، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من سوق ابو ظبي للأوراق المالية بنسبة (٧٢,٣%)، وبنسبة (٧٦,٥%) و (٩٤,٧%) في كل من سوق دبي المالي والسوق المالية السعودية على التوالي.

٢-٣- إيجاد المهنية في السوق: يلتزم صانع السوق في ضمان توازن آلية التداول في السوق التي يتم تنفيذها بشكل سريع وكفء ومستمر. فلا يمكن في ظل وجود صناعات للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع خصوصاً على المدى المتوسط والطويل وحيثما قصير الأجل.

وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار ارتفاعاً أو انخفاضاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من السعر العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها (عياش، ٢٠١٧: ٨).

٣- دور صانع السوق: يؤدي صناعات السوق دوراً بالغ الأهمية في معظم الأسواق المالية العالمية، وغيابهم يؤدي إلى تهميش آليات الأسواق وانخفاض كفاءتها وارتفاع مخاطرها. ويمكن رصد أهم أدوار صانع السوق فيما يلي (Toronto Stock Exchange, 2013:10):

- إيجاد حالة التوازن بين عمليتي العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء مما يحقق للأسواق أهم وظائفها، وهي قدرة أي مستثمر على بيع الأوراق المالية التي يمتلكها بسرعة وسهولة، بعكس ما نلاحظه في الأسواق المالية العربية، حيث نلاحظ سهولة وسرعة بيع أي كمية من أسهم الشركات التي يركز عليها المضاربون، بينما يصعب بيع كميات كبيرة من أسهم الشركات الأخرى.
- المساهمة في توفير السيولة وتعزيزها في أسواق الأوراق المالية، خاصة في أوقات عدم توفر أوامر شراء وبيع متطابقة، أو حين يغيب الاهتمام بالشراء أو البيع.
- كبح سيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل أسواق الأوراق المالية، من خلال قيام صانع السوق بشراء أسهم الشركات المدرجة عندما تنخفض أسعارها السوقية عن قيمتها العادلة أو عندما تنخفض دون وجود معلومات جوهرية تؤدي إلى هذا الانخفاض، كما يقوم ببيع أسهم الشركات التي تحدث مضاربة على أسهمها وترتفع أسعارها السوقية إلى مستويات غير مبررة.
- مساعدة قطاع الاعمال في الحصول على اجابة الاستفسارات، وهيئة السوق المالية في اكتشاف التشوهات في السوق (الخطيب، ٢٠١٥: ٦).

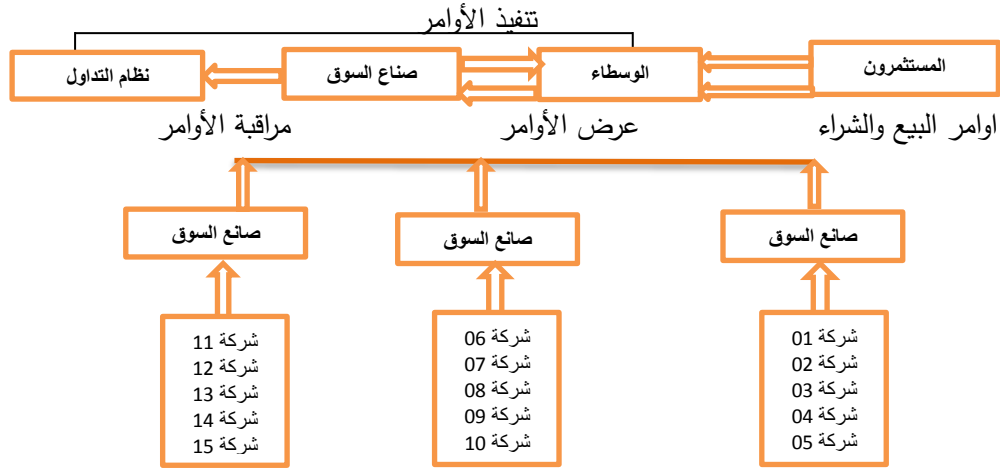
- الاحتفاظ بعدد كبير وكاف من أسهم الشركات المدرجة التي يمثلونها لتسهيل ضخها بالسوق عند الحاجة.
- المحافظة على سوق مستقر من خلال العمل على منع التقلبات الحادة في الأسعار قدر الإمكان. - جذب مستثمرين محتملين وخاصة المستثمرين المؤسساتيين لأسهم الشركات التي يمثلونها.
- تنفيذ الطلبات وفق أفضل عروض الشراء والبيع بعيداً عن الغبن والتلاعب. وقد وضعت بعض الهيئات الرقابية وخاصة الأمريكية ضوابط لذلك.

### المحور الثاني- النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق:

وهنا سيتم أستعرض مجموعة من التجارب العالمية والمختلفة عن بعضها البعض وهي كالآتي: (الخطيب، ٢٠١٥: ٨-٩).

٣-١- نموذج سوق نيويورك (NYSE): ويتميز هذا النوع بانفرادية ومركزية صانع السوق، وصلاحياته الواسعة في الاطلاع على أوامر البيع والشراء، وهو الذي يقرر إلى حد كبير معلومات أوامر البيع والشراء من المستثمرين التي ينبغي إظهارها للعموم. ومن ميزات هذا النموذج ارتفاع المستثمرين المؤسساتيين له بسبب قناعتهم بخبرات ومهارات وسطاء القاعة وقدراتهم في تبادل المعلومات بشكل أسرع وبالتالي حصولهم على أسعار جيدة. ويوجد في هذا السوق قاعة مخصصة للوسطاء الذين يعطون أوامرهم بلغة إشارات متعارف عليها، ثم تذهب هذه الأوامر إلى صناعات السوق - والبالغ عددهم سبعة- الذين يقوم بدورهم بالبيع والشراء إذا اقتضت الحاجة بناء على هذه المعلومات، بالإضافة إلى المعلومات التي تصلهم إلكترونياً حيث يحرصون على استمرار السيولة في التداول. ويحدد صانع السوق وفق هذا النظام سعر الافتتاح للسهم الذي لا يكون بالضرورة هو سعر إقفال اليوم السابق كما أسلفنا، ويتم إعفاء صانع السوق من الرسوم عندما يتداول لمصلحته (Ellul, et al., 2015, : 636).

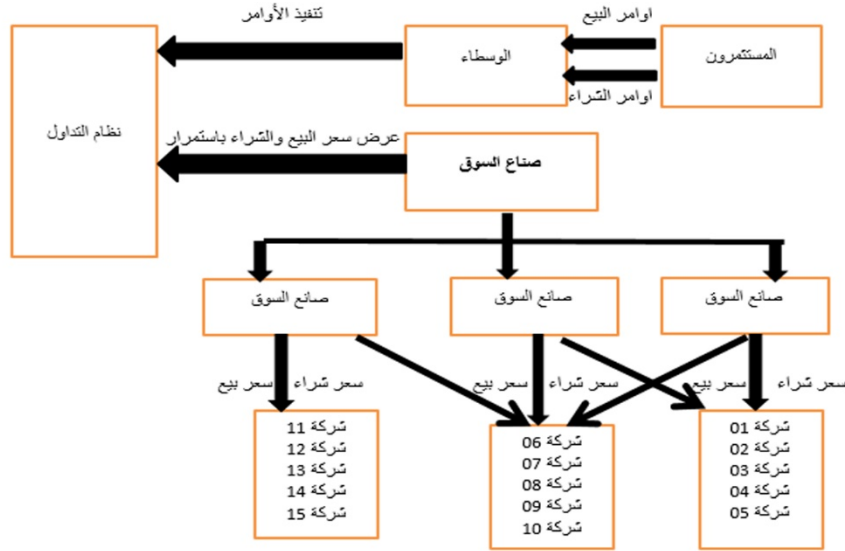
شكل (١) نموذج "NYSE" لصانع السوق



Source: Ellul, Andrew, Craig W. Holden, Pankaj Jain and Robert Jennings: Order dynamics: Recent evidence from the NYSE, in: Journal of Empirical Finance, Vol. 14 (2015), No. 5, pp. 636-661.

٣-٢- نموذج بورصة ناسداك NASDAQ: تتم جميع التداولات في هذا النموذج إلكترونياً، وإن كل شركة مدرجة لها العديد من صناعات السوق يتنافسون فيما بينهم مما له الأثر الإيجابي في دعم كفاءة السوق وزيادة السيولة فيه. ولا يتداول المستثمرون العاديون في هذا النوع من البورصات مباشرة فيما بينهم، وإنما يتم ذلك عن طريق صناعات السوق الذين يبلغ عددهم (٥٠٠) في سوق ناسداك وحده (ياسين، ٢٠١١).

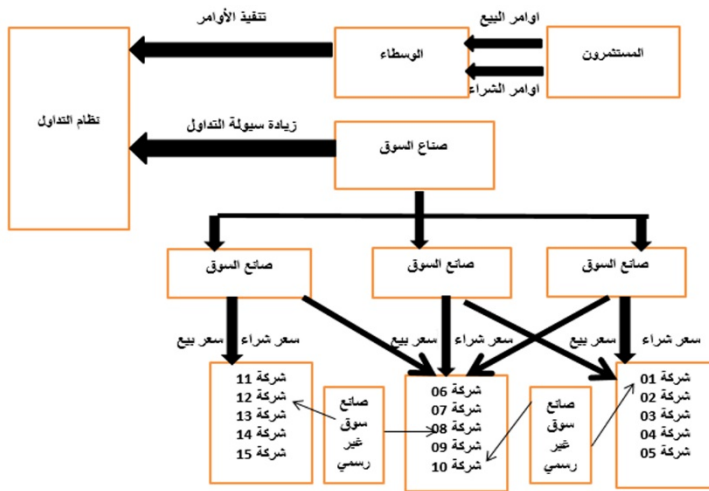
وعلى صناعات السوق وفق هذا النموذج عرض كل من سعري البيع والشراء بنفس الوقت ولذلك يسمى نظام "Quote - Driven"، ولا يرى الشخص المستثمر العادي أمره بالبيع أو الشراء، ويعتبر ذلك أحد الانتقادات على هذا النظام بسبب ما يعتبرونه نقصاً في الشفافية، رغم أنه قد يسمح لصانع السوق في بعض الأحيان بعرض الأسعار على المستثمرين. وبشكل عام، قد يزيد صانع السوق وفق هذا النظام السعر نسبياً، إذا شعر بقرب نفاذ مخزونه من الأسهم، أو يقلله إذا زاد مخزونه من الأسهم (الشراح، ٢٠١٦: ٥).



شكل رقم (٢) نموذج بورصة ناسداك لصانعات السوق

Source: McGeehan, Patrick: Next to, Downsize On Wall Street? The Exchange Floor, in: New York Times (2007), Issued 23. Sep. 2007, pp. 37.

٣-٣- نموذج السوق الالكترونية المقادة بالأمر اللامركزي: يتواجد هذا النظام لصانعات السوق في يوروكست وبورصة إيطاليا والبورصة اليونانية. وفيه يمكن أن يكون أكثر من صانع سوق للشركة الواحدة يتنافسون بينهم، كما أنهم يتنافسون مع المستثمرين العاديين من دون احتكار لمعلومات التداول كما هو الحال في بورصة نيويورك "NYSE". وتتمثل المهمة الرئيسية لصانعات السوق هنا في زيادة سيولة التداول ويكون ذلك باتفاق ما بين صانعات السوق والشركة المدرجة التي يصنع سوقها مقابل رسوم معينة، وذلك ضمن آليات وشروط سوق الأوراق المالية (Gasparino, 2016: 3). ويمكن تصوير سير هذا النموذج في الشكل رقم (٣).



شكل رقم (٣) نموذج السوق الالكترونية المقادة بالأمر اللامركزي لصانعات السوق

المصدر: (مداني، ٢٠١٦: ٩)

### المحور الثالث - أسواق الأوراق

#### المالية العربية ونظام صانعات السوق:

يعتبر صانعات السوق حلقة مفقودة في معظم أسواق الأوراق المالية العربية ومنها سوق العراق، ينبغي تكثيف الجهود في البحث عنها وصياغة نموذج لها وضعها في المكان المناسب، وعلى وفق الآتي: (هيئة الأوراق المالية الاماراتية، ٢٠١٤: ٧).

١- صنّاع السوق «حلقة مفقودة» في أسواق الأوراق المالية العربية: إن تصاعد حدة المضاربات التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية العربية لاسيما الخليجية منها خلال الفترات السابقة وبخاصة سنة ٢٠٠٥، والتي تراجعت فيها أسعار أسهم كثير من الشركات القيادية والواعدة من دون مبررات منطقية، وذلك يرجع إلى محدودية حجم الاستثمار المؤسسي في مقابل حجم أموال المضاربين بمختلف شرائحهم، حيث وصلت قيمة أموال المضاربين بعد الاتساع الكبير في قاعدتهم إلى أضعاف حجم الاستثمار المؤسسي، إضافة إلى أن عدداً كبيراً من مديري المحافظ الاستثمارية للمصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، تحولوا إلى مضاربين سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أعلى مستوى من الأرباح بغض النظر عن الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة والمتداولة، إضافة إلى تجاهل مكررات الربحية التي تجاوزت الحدود المقبولة في الأعراف الاستثمارية، وبالتالي أنضم مدير هذه المحافظ إلى شريحة المضاربين في تجاهل المؤشرات المالية للشركات وتجاهل القيمة الحقيقية لأصولها.

فعلى رغم تطور هذه الأسواق، من حيث عدد الشركات المدرجة، وحجم التداول، وتنوع الأدوات الاستثمارية في بعضها، واتساع قاعدة المستثمرين والمتعاملين، وتطور التشريعات والأنظمة والتعليمات، تبقى حاجتها لوظيفة صنّاع السوق أكثر من ضرورة، حيث يكون الهدف منها إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية، خصوصاً في أوقات عدم توافر أوامر شراء وبيع متطابقة، أو حين يغيب الاهتمام بالشراء أو البيع، وبالتالي تكون مهمة صنّاعي الأسواق الاستعداد دوماً لشراء أو بيع أي ورقة مالية، كل منهم بحسب ما خصص له من تلك الأوراق، إضافة إلى عملهم على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار، وحيث يعتمدون على الأبحاث والدراسات والمعلومات الضرورية التي تمكنهم من التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، وبالتالي عدم سيرهم خلف المضاربين أو شراء أسهم الشركات بأسعار مصطنعة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٤: ٥).

٢- أنواع الجهود لإنشاء صنّاع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية:

٢-١- تجربة الإمارات: صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بشأن نظام صنّاع السوق في ٢٠١٢، بعد دراسة واسعة لمختلف أبعاد النظام والتحديد الدقيق لدور الأطراف المختلفة فيه، وأن عملية إعداد وإصدار نظام صنّاع السوق تمت من خلال مراحل عدة وفق أفضل الممارسات العالمية. وقد منح بنك أبوظبي الوطني رخصة صنّاع السوق من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع في الأسواق المحلية في ٢٠١٤ بعد استيفائه كافة شروط ومتطلبات الترخيص، ومن أهم متطلبات الرخصة أن تكون الجهة أو المؤسسة ذات ملاءة مالية جيدة جداً، إضافة إلى امتلاكها كميات كبيرة من الأسهم المختلفة المدرجة في الأسواق، إلى جانب الخطط الاستراتيجية الواضحة التي يقدمها ويستطيع تطبيقها ليؤدي دوره على أكمل وجه كصانع للسوق (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٤: ٧).

٢-٢- تجربة البورصة المصرية: أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية المصري في ٢٠١٤ قراراً يتضمن قواعد جديدة تنظم عمل كل من صناديق المؤشرات المتداولة ونشاط صنّاع السوق عليها. ويقوم صنّاع السوق بتوفير السيولة الدائمة على وثائق صندوق المؤشرات المتداولة الذي يقوم بصناعة سوقه من خلال تقديم عروض البيع وطلبات الشراء على وثائق الصندوق بالبورصة، ويلتزم بتوفير الآليات والتجهيزات الفنية للربط الآلي مع البورصة وشركة الإيداع والقيود المركزي، كما يلتزم بالمواصفات الفنية للبنية التحتية لنظم المعلومات الصادرة من البورصة والمعتمدة من الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٤: ٣). وبالمقابل تلتزم صناديق المؤشرات الحاصلة على موافقة إدارة الهيئة بالتعاقد مع صنّاع السوق بما يلي: (القصاص، ٢٠١٤: ١).

- عدم تجاوز قيمة الوثائق التي يجوز للصندوق إصدارها عن عشرين مثل إجمالي حقوق الملكية والقروض المساندة لصانّاع السوق.  
- أن يتضمن عقد الصندوق مع صنّاع السوق التزام صنّاع السوق في هذه الحالة بألا يقل إجمالي كميات كل من عروض البيع وطلبات الشراء التي يلتزم بها في كل جلسة عن (١٥٠%) من الالتزامات الخاصة بصانّاع السوق في الحالات المعتادة. ويكون الترخيص للشركات بمزاولة نشاط صنّاع السوق وفقاً للضوابط التالية: (محمد، ٢٠١٤: ٢).

- أن يكون أكثر من (٥٠%) من مساهماتها في أسهم شركات عاملة في مجال الأوراق المالية خاضعة لإشراف ورقابة الهيئة.

- تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه لكل ورقة مالية تقوم بصناعة سوقها.

- فصل نشاط صنّاع السوق عن الأنشطة الأخرى التي يزاولها وإمساك حسابات وسجلات منفصلة لهذا النشاط.



وتنفيذاً لقرار الهيئة فقد تم في ٢٠١٤ منح الترخيص لشركة Bolton Capital وتنفيذاً لامتحان نشاط صناعة السوق كأول شركة في مصر تحصل على هذا النشاط.

٢-٣- التجربة الكويتية: من المبادرات المحدودة جداً لإنشاء صانع السوق في سوق الأوراق المالية الكويتية، ما اقترحه شركة "بيان للاستثمار" لإنشاء شركة لصانع سوق الكويت للأوراق المالية على قدر كبير من الحرفية والمهارة، حيث يتضمن المقترح تأسيس شركة مساهمة بنسبة (٤٥%) للشركات المدرجة و (٥٥%) للحكومة، وإمكانية طرح جزء من حصة الحكومة للاكتتاب العام، على أن تكون مساهمة الشركات من أسهم الخزينة أو الأسهم المرهونة لدى البنوك. وتعتمد الشركة صانعة السوق في عملها على الحاسب الآلي الذي سيحدد ما هو مستهدف لتغطية أي عمليات نقص أو زيادة في المعروض من الأسهم، وكذلك الحد من عمليات المضاربة والحد من تضخيم الأسعار غير المبررة، وذلك وفق برنامج الحاسب الذي سيعتمد من قبل الشركة، مع وضع مؤشر جديد لسوق الكويت للأوراق المالية للأسهم الحرة يحدد للشركة نسبة الأسهم المستهدفة للمحفظة (بهزاد، ٢٠١٦: ٤).

٣- الخيارات الممكنة لإنشاء صانع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية: في الحقيقة أن الحديث عن النموذج الأفضل لبورصات الدول العربية في ظل غياب صانع السوق، يضع الهيئات المشرفة عليها أمام خيارين رئيسيين، فأما الأول فهو تقليد واختيار أحد النماذج العالمية الرائدة وتبنيها بعد الوقوف على إيجابياتها وسلبياتها للمفاضلة بينها، وهو الخيار الأرجح في المرحلة الابتدائية، وأما الثاني فيتمثل في التفرّد في صياغة نموذج جديد خاص بصانع السوق، وهو خيار صعب لانعدام التجربة والخبرة في هذا المجال (بهزاد، ٢٠١٦: ٥).

٣-١- الخيار المُقلد للنموذج الأفضل: بشكل عام، هناك نقاشات متنوعة بين الخبراء في الأسواق المتطورة حول ميزات وسلبيات كل نظام من أنظمة صناعة السوق وخلافات عن الأفضل، سيما ما يتعلق بالآتي: السيولة، الشفافية وعدم احتكار المعلومة، الفرق بين سعري العرض والشراء المعروضين، عوامل النزاهة والبعد عن التلاعبات، الصلاحيات. ومن ناحية أخرى، تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بكثرة التقلبات، وشح في السيولة، ونقص في الأنظمة اللازمة لعمل الأسواق بشكل كفاء ومتطور مع ضعف في تطبيق ما وجد منها، وقلة الحيلة في محاسبة المخالفين، وتشوه في الشفافية، وكثرة التلاعبات والتناقضات، وضعف في الوعي الاستثماري، ونقص في الكوادر المتخصصة، وضعف الاستثمار المؤسسي وتقدم خجول في حوكمة الشركات.

وللأسباب السابقة نجد أن أفضل نموذج للأسواق العربية هو "السوق الإلكترونية المقادة بالأمر اللامركزي" في المرحلة الحالية الابتدائية، حيث إنه سوف لن يكون هناك انقلاب مفاجئ في الأسواق إلى نظام مركزي أو نظام يعتمد على الأسعار التي يضعها صانع السوق، بل إن أنظمة التداول ستظل بشكلها العام كما هي مع بعض التعديلات التي تشترط على صانع السوق زيادة السيولة والالتزام بتعليمات تداول محددة تضعها الأسواق والجهات الرقابية. ومن المفترض أن تدرس الأسواق تبني نماذج أخرى في حالة نجاح هذه المرحلة والشعور بأن تبني نموذجاً آخر قد يكون مناسباً في حينه (جيرة الله، ٢٠١٦: ٢-١). وسوف ينافس صانع السوق صناع سوق آخرين لنفس الشركة المدرجة التي تتفق معهم، وكذلك سينافس صانع السوق المستثمرين العاديين بما فيهم المستثمرين المؤسساتيين إن وجدوا. ويحصل صانع السوق مقابل مخاطرته على بعض الامتيازات مثل إعفاء كلي أو جزئي من رسوم التداول التي يفرضها السوق على أسهم الشركة المدرجة المتفق معها، ورسوم يأخذها لمصلحته من الشركة المدرجة المعنية مقابل قيامه بصناعة سوقها، كما أنه قد يعطى بعض الامتيازات المتعلقة بالبيع على المكشوف والشراء بالهامش وغيرها.

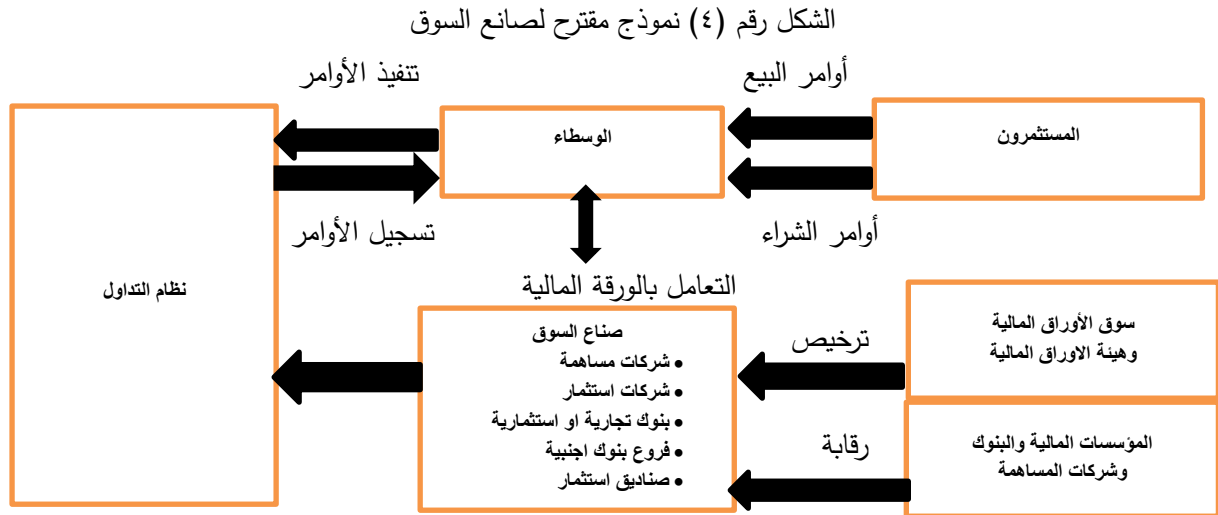
٣-٢- الخيار المتفرد بصياغة نموذج جديد لصانع السوق: يقتضي هذا الخيار مراعاة بعض العناصر المهمة لنظام صناعة السوق ووضع المبادئ والقواعد الخاصة به قبل تصميم وصياغة نموذج جديد مفصلاً بأركانه (بهزاد، ٢٠١٦: ٣).

٣-٢-١- ما يجب مراعاته والسبق به: يشترط على هيئات الأوراق المالية العربية مراعاة ووضع أمور هامة إذا ما أقبلت على تبني هذا الخيار، ومن هذه الأمور ما يلي:

أ- وضع شروط لترخيص صانع السوق: يشترط لمزاولة نشاط صناعة السوق الحصول على ترخيص من الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية وذلك وفقاً للشروط الآتية:

- أن يكون طالب الترخيص شخصاً اعتبارياً متخذاً أحد الأشكال الآتية:

- شركة مساهمة مملوكة بما لا يقل عن (٥١%) من رأسمالها لأشخاص طبيعية أو معنوية متمتعين بجنسية الدولة، ويكون أحد أغراضها مزاوله نشاط صناعة السوق.
- شركة استثمار مرخصة من هيئة سوق الأوراق المالية للعمل في مجال الأوراق المالية.
- بنك تجاري أو استثماري أو فرع بنك أجنبي مرخص من البنك المركزي للدولة.
- صندوق استثماري.
- ألا يقل رأس المال المدفوع أو المخصص لمزاوله هذا النشاط عن مبلغ أدنى بعملة البلد أو ما يعادله بأية عملة أخرى.
- الفصل التام بين نشاط صناعة السوق وأية أنشطة أخرى مرخص لطالب الترخيص بمزاولتها، وذلك في الجوانب التنظيمية والفنية والمالية والإدارية.
- أن يتوفر لطالب الترخيص الملاءة المالية والكوادر الإدارية المؤهلة اللازمة لمزاوله نشاط صناعة السوق.
- سداد رسوم الترخيص التي تقررها الهيئة.
- وضع مبادئ وقواعد لنظام صانع السوق: ومن جملة هذه المبادئ والقواعد نذكر: (محمد، ٢٠١٤: ٣).
- تعدد المساهمين في ملكية شركات صناعات السوق.
- التزام صناعات السوق بالحد الأدنى من الكميات للبيع والشراء.
- دخول صناعات السوق على نظام التداول بشكل مباشر ودون الحاجة للمرور من خلال الوسطاء لتسعير الأسهم، بناءً على تقييم العناصر المؤثرة عليها خاصة الاقتصاد الكلي والجزئي، والقطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة ونتائجها ومستقبلها، وقوى السوق وتوجهاته.
- الأولوية لتنفيذ أوامر الوسطاء.
- عائد صناعات السوق هو الفرق بين سعري البيع والشراء.
- يدفع صناعات السوق عمولة محددة عن الصفقات المنفذة للسوق فقط.
- ٣-٢-٢- نموذج مقترح لنظام صانع السوق في البورصات العربية: انطلاقاً من الشروط الخاصة بمنح الرخصة لمزاوله مهنة صناعة السوق، ووفقاً على مبادئ وقواعد هذه المهنة، لدينا تصور عن أركان وطريقة عمل نموذج جديد لصانعات السوق قابل للتطبيق في البورصات العربية.
- يوضح النموذج المقترح مشاركة المؤسسات المالية والبنوك وشركات المساهمة في تأسيس شركات مساهمة أو شركات وصناديق استثمار تسمى "صناعة السوق" يتم ترخيصها ومراقبتها من قبل هيئات الأوراق المالية العربية، كما يمكن لهذه الأخيرة أن تمنح رخص مزاوله مهنة صناعة السوق لبنوك تجارية أو استثمارية أو حتى لفروع بنوك أجنبية، وفي كلتا الحالتين يُشترط على المرخص لهم استيفاء الشروط التي تحددها هيئة الأوراق المالية لأداء مهامهم. وبعد الحصول على الترخيص، على صناعات السوق التنافس في التسعير للوصول لأفضل الأسعار بيعاً وشراءً وفقاً لآلية التداول وبناءً على تقارير التحليل المالي والإفصاح عن أداء الشركات، كما لا بد من الإشارة إلى أن تنفيذ أوامر البيع والشراء للمستثمرين يكون من خلال الوسطاء المرخصين فقط.
- والشكل (٤) يوضح نموذج مقترح لصانعات السوق.



المصدر: اعداد الباحثان

تعتمد آلية التداول تحديد والافصاح عن أسهم الشركات المساهمة التي هي ضمن إطار مراقبة وتحليل وتداول صناعات السوق، وان يكون اختيار هذه الشركات وفقاً لقواعد المركز المالي والافصاح ومعدل دوران عالي ووجود أسهم حرة مطلقة للتداول، وان يكون نسبة ايداع أسهمها لا يقل عن (٥٠%) من رأسمالها.

#### المحور الرابع- عوامل ومتطلبات نجاح صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية:

توجد العديد من المتطلبات التي تساعد على ضمان نجاح نشاط صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية، ومن أهمها ما يلي: (Ellul, et al., 2015, :637- 638).

١- توفر الثقة المتبادلة: يتمتع صانع السوق بالثقة اللازمة في أسهم والمركز المالي للشركة التي يقوم بشراء أسهمها، كما يشترط ثقة الشركات في صانع أو صناعات السوق الذين يصنعون سوق أسهمها.

٢- الشفافية: يلتزم صانع السوق بمزاولة النشاط المرخص له به بعناية، وإبلاغ السوق وهيئة الأوراق المالية بأي تداول غير معتاد يتم على الأوراق المالية التي تقع تحت مسؤوليته، وتزويدهما بالتقارير والقوائم المالية المتعلقة بأنشطة صناعة السوق، والتقارير الخاصة بالرقابة الداخلية.

٣- إمداد صانع السوق بالمعلومات: إلزام الشركة التي تتداول أسهمها في السوق وتكون ضمن عمليات صانع السوق بتمكين هذا الأخير من كافة المعلومات التي يطلبها عن الشركة وأدائها (الحسابات الختامية، هيكل الملكية وتفاصيله، تقارير الأداء، إمكانيات الشركة وطموحاتها وخططها المستقبلية ومدى جاديتها في الوقت الراهن، مستقبل الأداء المالي والإداري للشركة)، لتمكينه من بناء قرار التعامل الإيجابي في إيجاد عنصر التوازن المبني على المعلومات وليس بهدف المشاركة في المضاربات.

٤ - قدرة صانع السوق على التسعير الصحيح والعاقل: ويكون ذلك من خلال مقدرته على اكتشاف سعر حقيقي وعاقل يعكس توازن قوى العرض والطلب وذلك عند تحديده للسعر في لحظة معينة اعتماداً على المعلومات، ولكي يتحقق ذلك يجب أن يكون عدد الأسهم المطروحة للبيع لشركة ما كبيراً وموزعاً بطريقة صحيحة تضمن دم الاحتكار، بالإضافة إلى تحديد الحد الأدنى للكميات المراد شراؤها أو بيعها والتزام صانع السوق بها.

٥ - الحيادية والعدالة في التسعير: ويكون ذلك بتشكيل لجنة لتسعير الأسهم للبيع والشراء لدى شركات صناعات السوق، وذلك للتأكد من الحيادية والعدالة في التسعير، ولمنع الضغوط الخارجية لتوجيه الأسعار في صالح بعض الشركات المدرجة صعوداً أو هبوطاً.

٦ - إعداد البحوث والتحليلات: ان نشاط شركات الوساطة لا يلزمها أعداد البحوث والتحليلات المطلوبة على حركة أسعار الاسهم المتداولة في السوق وتوفيرها للعملاء، لكن وجود مؤسسات صانع للسوق من شأنه أن يعالج تلك المشكلة. حيث تسعى المؤسسات التي تمارس مهمة صناعة السوق بإجراء تلك المهام مما يساعد على تحقيق التوازن النسبي لأسعار الأسهم بالسوق.

٧ - القدرة الفنية على تحليل الاقتصاد والسوق: حيث يتطلب من العاملين لدى صانع السوق المعرفة الفنية للاقتصاد الكلي والجزئي والتحليل المالي، بالإضافة إلى الوقوف على أوضاع ونتائج الشركات المساهمة المدرجة، وأخذ هذه الأمور في الاعتبار عند قرار التسعير اليومي للأسهم.

٨ - الملاءة المالية والكوادر البشرية: ويموجبها يلتزم صانع السوق بتطبيق معايير الملاءة المالية المقررة من جانب هيئة الأوراق ومن جانب البنك المركزي بما يمكن من شراء كميات كبيرة من الأسهم والاحتفاظ بها لمدة طويلة نسبياً، كما يلتزم بتوفير الكادر الإداري والفني اللازم لمزاولة نشاط صناعة السوق، حيث يشترط في كل منهما الحصول على مؤهلات علمية وخبرة عملية مناسبة لأداء المهام وطبيعة العمل.

٩ - استكمال الإطار التنظيمي لعمل صانع السوق: من خلال إصدار التشريعات مثل إيجاد كيان مستقل لعملية الإيداع والتحويل، ونقل الملكية وتفعيلها، والسماح لصانع السوق ممارسة البيع على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية وفقاً للأحكام المعمول بها والصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

١٠ - الرقابة على صناعة السوق: من خلال قيام هيئة الأوراق المالية و سوق الأوراق المالية بالرقابة والتفتيش بشكل دوري على الشركات المرخصة بمزاولة نشاط صانع السوق بهدف التأكد من مدى التزامها بقوانين وأنظمة الهيئة ولوائح السوق، واتخاذ الاجراءات القانونية المتعلقة بالمخالفات (الإذمار، الغرامة المالية، الإيقاف وإلغاء الترخيص) في حال ثبوت ارتكاب صانع السوق للمخالفة، لضمان حقوق المتعاملين والافصاح عنها في التقارير والمواقع الالكترونية الرسمية.

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### أولاً- الاستنتاجات:

من العرض السابق، خلصنا إلى بعض النتائج التي يتضح من خلالها أهمية وجود صانع السوق في أسواق الأوراق المالية، ومن أهمها ما نورد:

١- يتخذ صانع السوق شكل محفظة استثمار يؤسسه بنكا أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات وصناديق استثمار تمتلك إمكانات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها.

٢- تؤدي تقلبات وتذبذبات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، ومحدودية دور المستثمر المؤسسي في عمليات التداول وقيادة السوق إلى زيادة الحاجة الملحة إلى صانع السوق.

٣- يحقق صانع السوق مناهجاً لسوق عادلة ومستمرة للأوراق المالية عن طريق إيجاد أسلوب صحيح للتسعير، كما يساهم في زيادة سيولة وعمق السوق وقيادته في الاتجاه الصحيح.

٤- تحتاج صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية الى اعتماد أحد النماذج العالمية الرائدة، إلا أن التفرد بصياغة نموذج جديد لصانع السوق يراعي خصائصها هو الخيار الأنسب رغم نقص الخبرة والتجربة.

٥- يعد توفر الثقة والشفافية، وقدرة صانع السوق على التسعير العادل والحيادي للأوراق المالية، ومعرفته الفنية بظروف الاقتصاد والسوق، والملاءة المالية والكوادر البشرية له من أهم متطلبات نجاح صناعة السوق بأسواق الأوراق المالية العربية.

٦- ان دراسة آليات نشاط صانع السوق ودوره في الأسواق المالية من قبل الجهات الرسمية لغرض وضع الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل صانع السوق، من شروط ومبادئ وقواعد وضوابط ومنها سوق العراق للأوراق المالية أسوة بسوقي الإمارات العربية ومصر.

##### ثانياً- التوصيات:

١- قيام المؤسسات البحثية والجهات ذات العلاقة في هيئة الأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية بأعداد دراسة عن حجم التعامل في سوق العراق للأوراق المالية متضمنة حجم الصفقات الكبيرة، وحجم الصفقات لصغار المستثمرين وتصنيفها وفقاً للمستثمر الفردي، وصناديق الاستثمار لقياس حجم السيولة وحجم تأثير المضاربة ونوع التعامل إذا كان متجها نحو الصفقات الكبيرة ام تعامل يومي مستمر، وتوجيه الباحثين لإغناء وسائل القياس في رسم السياسات السعرية ودورها في تقلبات السوق.

٢- قيام هيئة الأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية بأعداد مسودة تعليمات وقواعد تنظم نشاط صانع السوق.

- ٣- الاستعانة بخبرات المؤسسات الدولية كمؤسسة التمويل الدولي وصندوق النقد العربي في بحث أنشطة محتملة لصناعة السوق، غير التي تم التوصل إليها في الدراسة لإغناء التطبيق العملي.
- ٤- الاتصال بشركات تكنولوجيا المعلومات العالمية والعربية لبحث امكانية وجود تطبيقات خاصة بتعاملات صناعة السوق والاستفادة من تجارب الاسواق العربية.

#### المصادر

#### أولاً- المصادر العربية:

- ١- اسماعيل، عبد الرحمن، اصدار نظامي "صانع السوق" البيع على المكشوف"، صحيفة الاتحاد، الامارات العربية، ٢٠١٢.
- ٢- الامام، صلاح الدين محمد امين، اجراءات تجنب اثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد-١٢٠، العراق، ٢٠٠٩.
- ٣- أونور، ابراهيم، خصائص اسواق الاسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد (٨٠)، السنة الثامنة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ٢٠١٦.
- ٤- بهزاد، فوزي، اقتراح حول ايجاد صناعة السوق او المتعاملين في الاسواق المالية العربية، اتحاد البورصات العربية، ٢٠٠٩.
- ٥- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، بغداد-العراق، ٢٠١٧.
- ٦- جيرة الله، خضير، المؤسسات الصانعة للسوق: ماهي مبررات ومقومات نجاحها؟ شبكة الاسهم القطرية، قطر، ٢٠٠٦.
- ٧- الخطيب، احمد عقيل، دور صناعة السوق، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية " السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، الرياض/السعودية، ٢٠١٥.
- ٨- الدباس، زياد، ضعف الاستثمار المؤسسي في بورصات المنطقة، صحيفة الاتحاد، الامارات العربية المتحدة، ٢٠١٣.
- ٩- الشراح، رمضان، صناعة السوق: التجربة الكويتية، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، ٢٠١٦.
- ١٠- عياش، مفلح، ما هو صانع السوق؟ صحيفة الاتحاد الاقتصادي، الامارات العربية، ٢٠٠٧.
- ١١- عياش، مفلح، صانع السوق: غائب طال انتظاره في اسواق الاسهم، صحيفة الاتحاد الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، ٢٠١٧.
- ١٢- القصاص، محمود، الهيئة العامة للرقابة المالية تمنح " بلتون" رخصة صانع السوق، صحيفة البورصة المصرية، مصر، ٢٠١٤.
- ١٣- محمد، عيسى، صيغة أولية لتأسيس شركة صانع السوق، القبس الاقتصادي، الكويت، ٢٠١٤.
- ١٤- مداني، احمد، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الاوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد ١٥، الجزائر، ٢٠١٦.
- ١٥- هيئة الاوراق المالية والسلع، قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٦) لسنة ٢٠١٢ بشأن نظام صانع السوق، الامارات العربية، ٢٠١٢.
- ١٦- الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رئيس الهيئة رقم (٢١٨) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة، جمهورية مصر العربية، ٢٠١٤.
- ١٧- الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رئيس الهيئة رقم (٢٦٥) لسنة ٢٠١٤ بشأن شروط واجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق، جمهورية مصر العربية، ٢٠١٤.
- ١٨- ياسين، حسين، صانع السوق مفتاح تعزيز السيولة في الاسواق المالية، الخليج الاقتصادي الاماراتية، ٢٠١١.

#### ثانياً- المصادر الاجنبية:

- 1- Easy-Forex™, Market makers and the role of Easy Forex Ltd., on the website: <http://classic.easy-forex.com/en/Forex.online1.aspx> consulted 04/08/2014.
- 2- McGeehan, Patrick: Next to Downsize On Wall Street? The Exchange Floor, in: New York Times (2007), Issued 23. Sep. 2007, pp. 37.
- 3- Ellul, Andrew, Craig W. Holden, Pankaj Jain and Robert Jennings: Order dynamics: Recent evidence from the NYSE, in: Journal of Empirical Finance, Vol. 14 (2015), No. 5, pp. 636-661.
- 4- Gasparino, Charles: King of the Club: Richard Grasso and the Survival of the New York Stock Exchange, New York 2016.
- 5- Toronto Stock Exchange, Market Maker System, December 30, 2013, p: 10.